

盐城东方投资开发集团有限公司
2020 年公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2020)010376】

评级对象: 盐城东方投资开发集团有限公司 2020 年公开发行公司债券(第一期)

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺

评级时间: 2020 年 3 月 19 日

计划发行: 不超过(含) 25.00 亿元

本期发行: 不超过(含) 15.00 亿元

存续期限: 5(3+2) 年

增级安排: 无

发行目的: 偿还公司债务

偿还方式: 按年付息, 一次还本

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	10.00	16.10	10.93	38.70
刚性债务	152.23	172.91	175.81	188.11
所有者权益	131.08	143.33	149.70	196.31
经营性现金净流入量	5.37	5.05	10.14	0.46
合并数据及指标:				
总资产	342.66	382.13	412.73	500.05
总负债	197.01	225.14	235.51	276.77
刚性债务	177.07	205.54	217.66	253.85
所有者权益	145.65	156.99	177.21	223.28
营业收入	13.32	14.78	17.42	13.90
净利润	2.60	2.48	2.63	1.36
经营性现金净流入量	3.36	9.29	0.38	1.76
EBITDA	5.37	8.49	8.69	—
资产负债率[%]	57.49	58.92	57.06	55.35
长短期债务比[%]	275.01	344.51	132.26	145.10
营业利润率[%]	11.34	18.39	17.94	11.17
短期刚性债务现金覆盖率[%]	113.21	99.34	29.70	64.71
营业收入现金率[%]	77.84	95.86	120.10	98.50
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-23.44	-14.98	-11.02	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.52	0.77	0.66	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.04	0.04	—

注: 根据盐城东方经审计的 2016-2018 年及未经审计的 2019 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

王静茹 wjr@shxsj.com

滕冕 tm@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

<http://www.shxsj.com>

评级观点

主要优势:

- **业务地位进一步突出。**盐城东方在盐城经开区的开发建设领域处于核心地位, 2019 年下半年公司股东变更为盐城市政府, 在盐城市区域内的地位进一步提升, 能够得到政府在财政补贴、资本金注入等方面的有力支持。
- **资本实力持续增强。**近年来盐城东方持续获得股东增资和股权划入, 2019 年以来公司获得股东大额增资, 资本实力显著增强。
- **业务经营多元化。**盐城东方主要负责经开区内基础设施、安置房等项目建设, 同时从事租赁及物业管理、贸易、融资租赁等自营性业务, 多元化的业务有助于拓宽收入来源。

主要风险:

- **外部环境波动风险。**盐城经开区韩资企业布局相对集中, 2017 年受“萨德”事件影响, 中韩两国政治摩擦加剧, 2018 年以来虽然双边关系有所回温, 但仍需关注中韩贸易关系走势对经开区内韩资企业经营等的影响。
- **即期债务偿付压力较大。**近年来, 盐城东方刚性债务规模持续增加, 目前短期债务规模较大, 加之受限货币资金规模较高, 公司面临较大的即期债务偿付压力。
- **应收款项回收风险。**近年来, 盐城东方应收经开区财政局款项处于较大规模, 未来回款进度存在一定不确定性。
- **或有债务风险。**盐城东方经营性及非经营性担保业务规模较大, 存在一定或有债务风险。

➤ 未来展望

通过对盐城东方及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA+主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很强，并给予本次债券 AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



盐城东方投资开发集团有限公司
2020 年公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

盐城东方投资开发集团有限公司（以下简称“盐城东方”、“该公司”或“公司”）原名盐城市东方投资开发有限公司，系于 2003 年 8 月由盐城经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”或“管委会”）根据盐开管[2003]111 号文件批复出资组建，公司初始注册资本为 1.50 亿元。后经多次增资，截至 2011 年末公司注册资本及实收资本增至 85.00 亿元，其中货币出资 28.50 亿元，土地使用权及房地产出资 56.50 亿元。2019 年 7-8 月间，经开区管委会分批次向公司货币增资 30.00 亿元¹；同年 8 月，根据盐城市人民政府办公室印发的《盐城市人民政府常务会议纪要》（第 9 号），为加快建设中韩（盐城）产业园区产城融合核心区，提升公司发展质量和效益，盐城市人民政府（以下简称“盐城市政府”）同意将公司股东由经开区管委会变更为盐城市政府。截至 2019 年 9 月末，公司注册资本及实收资本均为 95.00 亿元，盐城市政府为公司唯一股东及实际控制人。

该公司在盐城经济技术开发区（以下简称“盐城经开区”或“经开区”）开发建设领域处于核心地位，负责经开区内基础设施建设、安置房建设、租赁及物业管理等业务。2011 年，原主要负责土地整治业务的全资子公司盐城成大实业总公司（以下简称“成大实业”）²从公司无偿划出，相关业务收入自 2012 年以来不再体现。2014 年，盐城经济技术开发区国有资产监督管理委员会将所持燕舞集团有限公司 100% 股权无偿划拨入公司。公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

2. 债项概况

（1）债券条款

该公司拟公开发行规模不超过（含）25.00 亿元人民币的公司债券，采用分期发行。本期拟发行不超过（含）15.00 亿元，期限为 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。公司拟将本期债券募集资金用

¹ 其中，10.00 亿元计入实收资本，20.00 亿元计入资本公积。

² 成大实业系 2008 年由该公司股东无偿注入。

于偿还公司债务。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	盐城东方投资开发集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）
总发行规模:	不超过（含）25.00 亿元人民币
本期发行规模:	不超过（含）15.00 亿元人民币
本次债券期限:	5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	按年付息，到期一次还本
增级安排:	无

资料来源：盐城东方

（2）募集资金用途

该公司拟将本期债券募集资金全部用于偿还公司债务。截至 2019 年 9 月末，公司刚性债务余额为 253.85 亿元，公司拟将债券募集资金全部用于偿还 17 盐城 01 债券本金。

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2019 年，受贸易冲突及热点地缘政治因素影响，全球制造业收缩、贸易量下滑，发达经济体与新兴经济体增长同步放缓明显；全球大多数经济体货币政策由紧缩切换为宽松，主要经济体的利率水平大幅走低且资产价格已超过或明显高于全球金融危机前的水平，全球经济金融的脆弱性进一步上升，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化；为对冲压力，我国持续加大逆周期调节力度，保证了经济增长在目标区间内运行。因 2020 年初爆发的新冠肺炎疫情影响，我国经济增长短期内企稳的势头将受到明显冲击，但会在多项新出台的应对疫情政策下实现平稳过渡。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的持续深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。

2019 年，受贸易冲突及热点地缘政治因素影响，全球制造业收缩、贸易量下滑，发达经济体与新兴经济体增长同步放缓明显，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化。为应对经济增长压力，全球大多数经济体货币政策由紧缩切换为宽松，主要经济体的利率水平大幅走低且创近年新低，全球主要资产价格已超过或明显高于全球金融危机前的水平，而全球杠杆水平亦明显上升、新

兴经济体非金融企业部门债务压力凸显，全球经济金融的脆弱性进一步上升。在主要发达经济体中，美国经济增速由高位持续回落，美联储降息三次并快速扩表；欧盟核心成员国德国经济增长大幅放缓并拖累联盟经济增长，欧洲央行扩大负利率并重启了资产购买计划；日本因消费税上调导致消费提前，推动经济增长有所回升，但整体水平依然不高，日本央行货币政策持续保持宽松状态。在除中国外的主要新兴经济体中，普遍降息刺激经济，其中印度经济增速下降至全球金融危机以来的最低水平，俄罗斯、巴西经济增速持续在低位徘徊，南非经济则是在衰退的边缘挣扎。

2019 年，我国就业情况总体稳定、物价结构性上涨，经济增长压力加大但保持在目标区间内运行。汽车零售负增长拖累消费增速下降，而消费依然是拉动经济增长的最主要动力；在基建稳增长支持下投资增速小幅回升，房地产投资增长较快但面临地产融资收紧及土地购置增速下滑带来的压力，制造业投资受贸易冲突前景不定及需求不足影响表现低迷；因对美贸易下滑及内外需求疲弱，以人民币计价的进出口贸易增速双双下降明显，外贸区域结构则有所优化。我国工业生产增速放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；受益于减税降费，工业企业经营效益近期有所改善但仍低于上年，存在经营风险上升的可能。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会出现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略持续推进，新的增长极和新的增长带正在形成。

为应对国内外风险挑战明显上升的复杂局面，我国各类宏观政策逆周期调节力度加大。积极的财政政策提质增效，减税降费落实有力，财政支出结构优化，为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府债券发行及资金使用效率提升，专项债券对基建补短板及重大项目建设发挥重要作用；地方政府隐性债务化解开启置换试点，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，政府债务风险总体可控。稳健的货币政策灵活适度，央行持续降准并下调了公开市场操作利率，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道，通过完善 LPR 形成机制等改革措施推动实体经济融资成本下降；宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，影子银行治理成效明显，防范化解重大金融风险攻坚战取得积极进展，货币供应、社会融资规模增长同经济发展相适应，债券市场违约风险改善且违约处置的配套机制在加快补齐。市场因素在汇率形成中的作用提升，人民币兑美元汇率波动幅度加大，在我国充足的外汇储备及长期向好的经济基本面的保障下，人民币汇率基本处于合理均衡水平。

同时，我国外商投资法及实施条例正式实施，商品进口关税进一步降低，外商投资环境持续优化；在逆全球化的大背景下我国坚持加大对外开放力度，为经济高质量发展提供了重要动力。跨境贸易中人民币结算量稳步上升，资本市场中外资持有规模快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。2020 年初，新冠肺炎疫情爆发，为应对疫情，我国春节假期延长、复工时间推迟，对各项经济活动形成较大影响，经济增长短期内企稳的势头将受到明显冲击。目前，在积极的应对措施下，疫情已逐步被控制，各项逆周期政策不断出台并落实，将确保经济增长的平稳过渡。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的持续深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。

43 号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017 年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍将面临集中偿付压力。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2018 年末，我国城镇化率为 59.58%，与国外发达国家的 70%-80% 相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，

而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014年9月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），加强融资平台公司融资管理。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。2月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平

台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域经济环境

近年来，盐城市经济实力稳步增强，产业结构转型升级稳步推进，全市工业经济中汽车产业“一产独大”现象较为突出。受车企销售下行及周期性因素等影响，同时传统支柱产业处于转型调整期，盐城市工业经济仍持续承压，未来产业转型面临一定挑战。

盐城市位于苏北平原中部，地处黄海之滨，处于江苏沿海大开发战略和长三角一体化两大国家战略的叠加区域以及“一带一路”、长江经济带的交汇区域。盐城市拥有较丰富的土地、海洋、滩涂及岸线港口资源。全市海域面积1.89万平方公里，海岸线总长582公里，沿岸分布有大丰港区、滨海港区及射阳港区等港区口岸，是江苏省海域面积最大、海岸线最长的地级市。全市土地面积1.70万平方公里，下辖3区、5县及1县级市。截至2018年末，全市常住人口720万人，较上年末减少4.22万人。

2016-2018年，盐城市地区生产总值分别为4576.1亿元、5082.7亿元和5487.1亿元，同比分别增长8.9%、6.8%和5.5%，经济规模持续扩大但增速持续放缓。2018年，盐城市第一、第二和第三产业增加值分别为573.4亿元、2436.5亿元和2477.2亿元，同比分别增长3.2%、3.7%和8.1%，三次产业结构由2016年的11.7:44.8:43.5调整为10.5:44.4:45.1，产业结构持续优化，第三产业对经济增长的拉动作用逐步显现。同年，全市完成固定资产投资3125.8亿元，同比增长9.0%。2019年前三季度，盐城市实现地区生产总值4115.4亿元，同比增长5.5%，当期第一、第二和第三产业增加值分别为391.8亿元、1832.8亿元

和 1890.8 亿元，同比分别增长 2.7%、3.8% 和 8.0%。

图表 2. 2016 年以来盐城市国民经济和社会发展主要指标（单位：亿元，%）

指标	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年前三季度	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值	4576.1	8.9	5082.7	6.8	5487.1	5.5	4115.4	5.5
人均地区生产总值 (万元)	6.3	8.8	7.02	6.7	7.60	5.8	--	--
规模以上工业增加值	2173.9	9.7	1792.0	3.6	--	4.0	--	2.1
固定资产投资	3882.8	15.2	4278.5	10.2	3125.8	9.4	--	6.5
社会消费品零售总额	1630.9	11.1	1806.2	10.8	1778.7	6.8	1440.5	8.6
进出口总额(亿美元)	79.5	-2.1	86.5	8.8	95.5	10.4	71.4	1.7
三次产业结构	11.7:44.8:43.5		11.1:44.4:44.5		10.5:44.4:45.1		9.5:44.5:45.9	

资料来源：盐城市 2016-2018 年国民经济与社会发展统计公报及其他公开资料

2018 年，盐城市工业转型升级稳步推进，当年高技术行业实现产值 535.2 亿元，同比增长 10.8%，对全市规模以上工业产值增长贡献率为 9.2%。其中，电子及通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业分别实现工业产值 244.5 亿元和 159.0 亿元，同比分别增长 27.3% 和 21.0%。当年，全市战略性新兴产业完成工业总产值 1482.0 亿元，同比增长 14.6%，其中机械装备行业和冶金行业工业总产值分别为 768.0 亿元和 224.0 亿元，同比分别增长 23.5% 和 104.3%。此外，2018 年全市工业企业实现新产品产值 455.7 亿元，25 个新产品行业中 15 个行业同比实现增长，其中计算机、通信和其他电子设备制造业实现新产品产值 21.5 亿元，同比增长 168.7%；电气机械和器材制造业实现新产品产值 91.0 亿元，同比增长 110.4%；化学原料和化学制品制造业实现新产品产值 13.1 亿元，同比增长 79.7%。2019 年前三季度，全市规模以上工业增加值同比增长 2.1%；同年 1-8 月，规模以上工业企业利润总额同比下降 10.7%。总体看，盐城市工业结构转型稳步推进，但现阶段仍处于转型阵痛期，未来或将面临一定的下行压力。

盐城经开区以汽车产业为支柱，产业集中度偏高。受产业周期性以及核心企业经营状况等影响，近年来经济增长有所波动，但随着中韩自由贸易协定签署、中韩盐城产业园正式获批设立及江苏省外资提质增效相关意见的出台，经开区的招商建设拥有有利的政策环境。2017 年受“萨德”事件影响，中韩两国政治摩擦加剧，但近年来双边关系已有所回温；2020 年初新冠肺炎疫情在中韩两国蔓延，未来仍需关注中韩贸易关系变化和疫情对经开区内韩资企业经营等的影响。

盐城经开区成立于 1992 年，位于盐城市区东南部，1993 年被批准为省级开发区，2010 年提升为国家级经济技术开发区，2012 年获批盐城综合保税区，是中国汽车零部件产业特色示范基地、江苏省唯一韩资密集区、江苏省新能源汽车产业基地。2016 年，经开区获得国家级生态工业示范区、江苏省先进开发区称号。2017 年，中韩（盐城）产业园获国务院批准设立，智尚汽车小镇获批全省首批特色小镇。2018 年，经开区获得中国光伏智能制造示范基地

称号，并通过江苏省知识产权示范园区验收。

经开区现有辖区面积 250 平方公里，由新能源汽车及零部件产业园、光电产业园、韩资工业园、国际软件园、高新技术产业园（综合保税区）、大丰港产业园以及上海漕河泾工业园盐城分区等七大产业园区构成。经开区管委会负责经开区范围内的行政管理、招商引资等职能，作为江苏省人民政府派出机构³，其享受省级人民政府的审批权限，有利于为经开区创造优越的投资软环境。

2016-2018 年，盐城经开区分别实现地区生产总值 360.00 亿元、326.00 亿元和 349.00 亿元，同比增速分别为 9.60%、-3.60%和 7.05%。其中 2017 年受产业周期性以及核心企业经营状况等影响，经开区经济呈现负增长状态；2018 年以来经开区加强招商，同时核心企业及时调整经营策略，当年经济呈现恢复性增长状态。2016-2018 年，经开区地区生产总值占盐城市地区生产总值的比重分别为 7.87%、6.41%和 6.36%。2018 年，经开区实现规模以上工业增加值 160.82 亿元，同比增长 0.10%，受核心企业东风悦达起亚影响，全区规上工业增加值呈现低速增长；完成固定资产投资 281.57 亿元，同比增长 8.30%；实现进出口总额 17.50 亿美元，同比增长 2.22%。2019 年，经开区预计实现地区生产总值 380 亿元、同比增长 6%，规模以上工业增加值 170 亿元、同比增长 6%。

图表 3. 2016-2018 年盐城经开区主要经济指标情况（单位：亿元，%）

指 标	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值	360.00	9.60	326.00	-3.60	349.00	7.05
规模以上工业增加值	310.00	0.65	160.66	-36.00	160.82	0.10
固定资产投资	271.30	13.51	259.99	7.30	281.57	8.30
进出口总额（亿美元）	25.03	-14.28	17.12	-31.60	17.50	2.22

资料来源：盐城东方

汽车产业是经开区支柱产业，现有东风悦达起亚、悦达专用车、奥新新能源汽车等整车企业 3 家，摩比斯、佛吉亚等汽车零部件及高端装备企业 150 多家。其中，核心汽车及零部件企业——东风悦达起亚的工业产值在经开区工业产值的占比大，经开区产业集中度过高，对单一企业依赖度大。2018 年，全年汽车产销量分别完成 2780.92 万辆和 2808.06 万辆，同比分别下降 4.16%和 2.76%，汽车行业步入下行通道，主要系受购置税优惠政策全面退出、中美贸易摩擦等因素的影响所致；当年，乘用车产销分别完成 2352.94 万辆和 2370.98 万辆，同比分别下降 5.15%和 4.08%。同年，东风悦达起亚销售汽车 37.00 万台，同比增长 2.80%，呈现恢复性增长状态，主要得益于其主动调整经营策略，加强年轻消费者市场开发力度。

经开区短期内难以改变单一产业集中度过高的局面，但经开区不断开展

³ 2012 年 7 月 13 日，经中央机构编制委员会办公室批复（中央编办字[2012]165 号），同意设立盐城经济技术开发区管委会，作为江苏省政府的派出机构，规格为副厅级。

精准招商、引入重大项目及“非车”产业集聚，园区产业结构转型升级不断推进。2018 年，盐城经开区成立对韩“1+5”招商代表处，在首尔、新万金等地组织专题推介，新批韩资项目 15 个；承办第一届中韩产业园合作交流会和中韩产业园合作协调机制第二次会议，举办第二届中韩环境科技及学术研讨等活动；当年，经开区全力推动科技创新发展，引进“两院院士”“千人计划”等高层次人才 32 名，获批省级科技孵化器 4 个，达成产学研合作项目 60 个，万人有效专利拥有量 18.75 件。2019 年，经开区成功签约投资超亿元或千万美元项目 46 个，同比增加 7 个，超 10 亿元或 1 亿美元特大产业项目 12 个、同比增加 11 个，华人运通、SKI 动力电池、英锐 8 吋晶圆等重大项目成功落户。

2015 年 6 月，中韩自由贸易协定（FTA）正式签署，中韩盐城产业园正式纳入中韩自由贸易协定框架。经开区作为中韩盐城产业园的核心区，将加快 20 平方公里启动区建设。2017 年 12 月，国务院正式批准设立中韩盐城产业园，要求形成以盐城经开区为核心区的“一园三区”发展格局，重点发展汽车（新能源汽车、智能网联车）和新一代信息技术产业。同时，2018 年 5 月，江苏省出台《关于促进外资提质增效的若干意见》（苏政发[2018]67 号），提出重点支持中韩（盐城）产业园等合作园区加快建设。上述因素均为盐城经开区招商引资等创造了有利的政策环境，2017 年受韩国部署“萨德”事件影响，两国政治摩擦加剧，近年来双边关系虽已有所回温，但外部不稳定性依旧存在。此外，2020 年初，新冠肺炎疫情爆发，我国春节假期延长、复工时间推迟，为应对疫情带来的不利影响，盐城经开区先后出台《关于贯彻<盐城市人民政府关于应对新型冠状病毒感染的肺炎疫情支持中小企业共渡难关的二十条政策意见>的实施意见》和《关于稳定就业促进外商投资和民营企业发展的激励保障办法》，为推进经开区内企业稳定发展提供支持，但目前新冠肺炎疫情已在中韩两国蔓延，本评级机构仍将持续关注中韩贸易关系变化和新冠肺炎疫情对经开区内韩资企业经营等的影响。

2. 业务运营

该公司主要负责经开区内基础设施、安置房等项目建设，同时从事租赁及物业管理、贸易、融资租赁等自营性业务。近年来公司业务结构趋于多元化，营业收入稳步提高，目前贸易、租赁及物业管理、房屋销售、基础设施建设开发及融资租赁业务系公司营业收入的主要来源。公司自有物业和安置房项目仍有投资需求，且基建、安置房项目政府回款进度存在一定不确定性，后续仍然面临一定的资本支出压力。

该公司主要负责经开区内基础设施、安置房等项目建设，同时从事租赁及物业管理、贸易、融资租赁等自营性业务，业务构成趋于多元化。2016-2018 年，公司分别实现营业收入 13.32 亿元、14.78 亿元和 17.42 亿元，呈现逐年稳步增长态势。从收入结构看，2018 年贸易、租赁及物业管理、房屋销售、

基础设施建设开发及融资租赁业务上对营业收入的贡献率分别为 39.71%、31.54%、13.19%、6.16%和 5.55%。2016-2018 年，公司分别实现营业毛利 4.35 亿元、3.30 亿元和 3.93 亿元，租赁及物业管理业务对营业毛利的贡献率分别为 39.69%、48.70%和 60.06%，持续为公司营业毛利的第一大来源。2016-2018 年，公司综合毛利率为 32.63%、22.36%和 22.54%，2017 年毛利率较上年下降 10.27 个百分点，主要是当年对营业收入贡献高的租赁及物业管理、基础设施建设开发业务毛利率下降所致。

2019 年第三季度，该公司实现营业收入 13.90 亿元，同比增长 34.25%，其中当期公司贸易收入和房屋销售收入分别为 5.00 亿元和 2.77 亿元，同比分别增长 18.47%和 445.14%，其中得益于房产集中交付结转以及 2018 年同期房产销售收入基数较低影响，房屋销售收入增长较快。同期，公司综合毛利率为 22.40%，与上年同期提高 2.94 个百分点。此外，同期公司实现其他收入 1.62 亿元，主要系当期资金占用费收入以及汽车销售及服务收入提高所致。

图表 4. 2016 年以来公司营业收入、营业毛利及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年前三季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	13.32	100.00	14.78	100.00	17.42	100.00	13.90	100.00
基础设施建设开发	2.11	15.85	3.72	25.15	1.07	6.16	0.86	6.18
房屋销售	3.77	28.29	0.78	5.30	2.30	13.19	2.77	19.91
租赁及物业管理	3.48	26.13	4.57	30.89	5.49	31.54	2.87	20.68
贸易	3.40	25.49	4.65	31.42	6.92	39.71	5.00	35.96
融资租赁	--	--	0.20	1.34	0.97	5.55	0.78	5.63
其他 ⁴	0.56	4.24	0.87	5.89	0.67	3.85	1.62	11.64
营业毛利	4.35	100.00	3.30	100.00	3.93	100.00	3.11	100.00
基础设施建设开发	0.47	10.81	0.60	18.29	0.17	4.44	0.14	4.39
房屋销售	1.64	37.62	0.37	11.28	0.35	8.83	0.56	18.03
租赁及物业管理	1.73	39.69	1.61	48.70	2.36	60.06	0.87	27.98
贸易	0.00	0.02	0.05	1.39	0.07	1.74	0.05	1.57
融资租赁	--	--	0.20	5.98	0.62	15.89	0.42	13.46
其他	0.52	11.86	0.47	14.36	0.36	9.05	1.08	34.57
综合毛利率	32.63		22.36		22.54		22.40	
基础设施建设开发	22.25		16.26		16.26		15.94	
房屋销售	43.39		47.58		15.08		20.28	
租赁及物业管理	49.57		35.24		42.92		30.31	
贸易	0.02		0.99		0.99		0.98	
融资租赁	--		100.00		64.55		53.58	
其他	91.40		54.48		53.01		66.51	

资料来源：盐城东方

（1）基础设施建设开发

该公司基础设施建设开发业务主要由全资子公司江苏沿海东方市政股份有限公司（以下简称“东方市政”）负责，一般采取政府投资、公司代建模式。

⁴ 该公司其他收入主要包括资金占用费收入、汽车销售及服务收入以及其它业务收入等。

以前年度项目立项后，经开发区管委会或盐城市政府拨入土地或资金作为项目资本金，公司筹集剩余建设资金，并组织对外发包及施工建设。经开发区管委会或盐城市政府按照项目建设进度对项目实施回购⁵。2018 年下半年以来，公司代建项目均需要通过地方财力论证，建设资金主要来源于财政资金。2016-2018 年和 2019 年前三季度，公司基础设施建设开发业务收入分别为 2.11 亿元、3.72 亿元、1.07 亿元和 0.86 亿元，2018 年以来该项业务收入偏小，主要系受项目进度影响所致；同期，该业务毛利率分别为 22.25%、16.26%、16.26% 和 15.94%，其中 2017 年毛利率较上年下降 5.99 个百分点，主要系受当年基建项目回购计价方法调整影响所致⁶。

截至 2019 年 9 月末，该公司累计应收基础设施建设项目回购款为 100.22 亿元⁷，实际收到的回购款金额为 52.59 亿元，其中 2018 年公司收到 BT 项目回购款 4.00 亿元。根据回购计划，公司基础设施建设回款仍需较长时间，且回购款实际到位情况受经开区财力等因素影响较大，存在一定的不确定性。

截至 2019 年 9 月末，该公司在建的基础设施建设项目主要为 2019 年市政道路桥梁工程（14 项）和 2019 年绿化亮化工程（26 项），上述项目概算总投资合计为 4.50 亿元，已累计投入 0.79 亿元。同期末，公司拟建的基础设施建设项目主要为赣江路大桥、东环路南延及高速互通出入口和德喜大桥，上述拟建项目概算总投资合计为 14.35 亿元，均处于前期规划阶段。

图表 5. 截至 2019 年 9 月末公司在建基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	概算总投资额	已投资额
2019 年市政道路桥梁工程（14 项）	3.26	0.50
2019 年绿化亮化工程（26 项）	1.24	0.29
合计	4.50	0.79

资料来源：盐城东方

图表 6. 截至 2019 年 9 月末公司拟建基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	概算总投资额	建设周期	资金来源
赣江路大桥	8.09	2019.10-2021.10	财政资金
东环路南延及高速互通出入口	5.81	2019.12-2021.12	财政资金
德喜大桥	0.45	--（待定）	财政资金
合计	14.35	--	--

资料来源：盐城东方

⁵ 根据相关会议纪要，自 2012 年 11 月以来，该公司基建项目回购利润率为 20%；若工程造价低于概算金额，则节约部分的 30%将作为公司专项奖励。

⁶ 根据该公司与经开区管委会于 2017 年签订的《委托代建协议之补充协议》，重新约定基础设施建设项目回购款包括项目竣工结算价、授权建设管理费（按竣工结算价的 20%结算）和竣工决算后利息；回购价款中不再包括税金（原先按照结算收入*7.9%结算）。

⁷ 根据该公司反馈，公司前期多数基础设施项目的征地拆迁费用（占比余额为 35%-60%）主要由原子公司盐城成大实业总公司（以下简称“成大实业”）负责实施，2011 年成大实业股权从公司划出，公司不再将成大实业纳入合并范围，本报告中回购总金额未剔除成大实业前期的征地拆迁费用。

(2) 房屋销售

该公司房屋销售业务主要以安置房为主，运营主体主要为子公司江苏沿海东方置业股份有限公司（以下简称“东方置业”）。公司承建安置房项目采取两种模式：模式一是 2012 年以前承建的园区安置房项目建设由公司与经开区财政局签订回购协议，待项目交付时由经开区财政局统一回购；模式二是 2012 年以后承建的安置房项目，由公司通过公开市场“招拍挂”方式取得土地，按照管委会规划建设并对外销售。安置房项目建成后以管委会核定的价格向园区内符合一定条件的业主销售，并由公司与业主签订销售合同，向业主收取房款。公司在按管委会安排的销售任务向符合一定条件的业主完成销售后，对于剩余的房屋可以自行销售。

该公司采取模式一承建并已完工的安置房项目为蔡尖花园和中舍花园一期，上述两个项目均已于 2013 年前交付。截至 2019 年 9 月末，公司应收政府安置房回购款合计为 15.71 亿元，累计收到回购款 12.59 亿元，其中蔡尖花园已收到全部回款。整体看，政府安置房回购款支付进度缓慢，存在一定不确定性。

图表 7. 截至 2019 年 9 月末公司已完工安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称	交付时间	总投资额	总回购金额	实际已收到的回购款
蔡尖花园	2010.03	4.03	6.59	6.59
中舍花园一期	2011.01	8.05	9.12	6.00
合计	—	12.08	15.71	12.59

资料来源：盐城东方

该公司采取模式二承建并销售的安置房项目为中舍花园二期项目，该项目业态为住宅和商业综合楼，于 2016 年已全部完成销售，累计投资额为 8.92 亿元，合计实现销售收入 15.22 亿元，目前已全部回笼资金。公司在建的安置房项目为悦欣花园和中舍花园四期项目，其中悦欣花园项目总建筑面积 28.30 万平方米，项目概算总投资为 12.00 亿元，截至 2019 年 9 月末累计已投资 11.00 亿元，其中部分建筑以完工对外销售；同期末，悦欣花园已销售面积为 6.80 万平方米，已确认销售收入 4.68 亿元。中舍花园四期项目安置房和商品房比例为 6: 4，项目概算总投资 16.00 亿元（含土地出让金 6.00 亿元），总建筑面积约 30 万平方米（含地下部分），截至 2019 年 9 月末已投入前期费用 0.60 亿元。此外，公司拟建阳光水岸花苑项目，该项目尚处前期规划阶段。

图表 8. 截至 2019 年 9 月末公司在建及拟建房产项目（单位：亿元）

项目名称	计划建设周期	概算总投资额	累计已投资额	计划投资额		
				2019 年 10-12 月	2020 年	2021 年
悦欣花园	2017-2020	12.00	11.00	1.00	--	--
中舍花园四期	2019-2022	16.00	0.60	0.65	6.00	4.00
阳光水岸花苑(拟建)	2019-2022	7.00	--	1.00	2.00	2.00
合计	--	35.00	11.60	2.65	8.00	6.00

资料来源：盐城东方

2016-2018 年，该公司分别实现房屋销售业务收入 3.77 亿元、0.78 亿元和 2.30 亿元，呈现波动态势，其中 2017 年业务收入规模较小，主要系前期开发的中舍花园二期销售完毕，当年收入主要来源于自有物业中新墩花园、软件园二期的一幢公寓楼及其他商业物业等对外销售，2018 年以来悦欣花园逐步开始销售。同期，毛利率分别为 43.39%、47.58% 和 15.08%，2018 年受东方资产管理有限公司（以下简称“东方资管”）销售的房产及土地资产毛利率偏低影响，当年房屋销售业务毛利率偏低。2019 年前三季度，公司实现房屋销售业务收入 2.77 亿元，主要来自于悦欣花园的销售收入；当期业务毛利率为 20.28%。

（3）租赁及物业管理业务

该公司经开区内的租赁及物业管理业务主要由东方置业、公司本部负责。公司通过政府划拨或公开“摘牌”的形式获得土地资源，然后根据政府规划以及自身发展要求建设标准厂房、实验中心、孵化基地等园区配套物业，通过将已建成的物业租赁给入园企业，收取租金和物业管理费。2014 年以前公司物业租赁采用管委会包租形式，2014 年以后该业务模式逐步转变，采取由公司直接与入园企业签订租赁协议的市场化运作方式，由管委会另行给予入园企业一定的补贴优惠政策；对于暂未租出的物业则由管委会包租。此外，2016 年以来公司在上海购置了中信广场、金融街静安中心及保利绿地广场购置了商业物业，上述物业分别由上海曦浦置业有限公司（以下简称“曦浦置业”）、上海雁炜置业有限公司（以下简称“雁炜置业”）、上海燕楷置业有限公司（以下简称“燕楷置业”）负责运营。

目前，该公司可供租赁的物业主要包括园区标准厂房等工业物业及公司在上海购置的商业物业。园区物业方面，公司与入园企业或管委会签订租赁协议，租赁期限一般为三年、五年或十年。在租金水平上，租赁价格根据物业形态不同而不等，近年来公司物业租赁价格较为稳定且逐步提高；商业物业方面，公司主要采取市场化的方式进行招租。2016-2018 年，公司租赁及物业管理业务收入分别为 3.48 亿元、4.57 亿元和 5.49 亿元，近三年业务收入规模不断增长；业务毛利率分别为 49.57%、35.24% 和 42.92%，2017 年以来该项业务毛利率相对偏低，主要系公司购置的位于商业物业投入租赁时间尚短，尚未全部实现出租收益所致。2019 年前三季度，公司租赁及物业管理业务收入为 2.87 亿元，业务毛利率为 30.31%⁸。随着公司可租赁物业规模增加，以及商业物业运营进入稳定期，租赁及物业管理业务规模有望持续增长，并成为公司重要的收入来源。

⁸ 2019 年前三季度，公司租赁及物业管理业务毛利率相对较低，主要系业务收入与成本确认的时点存在出入所致。

图表 9. 2018 年和 2019 年前三季度公司主要物业对外租赁情况

物业名称	物业面积 (万平方米)	2018 年			2019 年前三季度		
		租金收入 (万元)	出租率 (%)	租金水平 (元/平方米/月)	租金收入 (万元)	出租率 (%)	租金水平 (元/平方米/月)
招商大厦	4.04	1966.67	100.00	43.00	1498.00	100.00	44.00
会展中心	4.20	5327.59	100.00	110.00	3647.00	100.00	95.70
软件园 1#4#办公楼	6.09	1298.06 ⁹	100.00	30.00	563.00	77.59	30.00
韩资工业园	45.66	11587.22	100.00	18.00/30.00	6405.00	100.00	18.00/30.00
综合保税区	36.33	9484.81	100.00	18.00/65.00	5581.00	100.00	18.00/65.00
光电产业园	3.84	891.78	100.00	18.00/42.00	568.00	100.00	18.00/42.00
新能源汽车产业园	7.25	2455.46	100.00	18.00/32.00	784.00	100.00	18.00/32.00
软件园 2 期	3.95	813.06	92.30	30.00	390.00	92.30	30.00
步凤镇汽车零部件产业园	2.40	157.14	100.00	10.00	33.00	100.00	10.00
上海中信广场	1.53	3142.72	87.40 ¹⁰	285.00	2211.00	87.40	285.00
中舍花园物管综合楼	1.63	522.50	100.00	28.00	261.25	100.00	28.00
上海金融街静安中心	2.47	3134.31	82.20	195.00/450.00	2687.00	82.20	195.00/450.00
上海保利绿地广场	2.71	3833.82	86.40	180.00/285.00	3663.00	86.40	180.00/285.00
合计	122.10	44615.14	--	--	28291.25	--	--

资料来源：盐城东方

截至 2019 年 9 月末，该公司在建的工业物业项目主要为中韩盐城产业园东方之洲、东方机械电子厂房、综保区二期封关标厂、仓库、卡口等项目，上述项目概算总投资额为 24.56 亿元，累计已投资 19.60 亿元。其中，中韩盐城产业园东方之洲项目建设内容主要包括标准厂房、研发办公楼、公共服务中心和相关功能配套设施等，项目总建筑面积 28.13 万平方米，概算总投资额为 14.56 亿元¹¹，截至 2019 年 9 月累计已投资 10.00 亿元，项目建成后标准厂房和研发办公楼计划对外出售和出租。

图表 10. 截至 2019 年 9 月末公司主要在建工业物业情况（单位：万平方米，亿元）

物业名称	可租赁 物业面积	概算 总投资额	累计 已投资额
中韩盐城产业园东方之洲	28.13	14.56	10.00
综保区二期封关标厂、仓库、卡口	24.82	7.00	6.90
东方机械电子厂房	14.00	3.00	2.70
合计	66.95	24.56	19.60

资料来源：盐城东方

该公司在建及拟建的商业物业项目主要为大学科技园和亚朵酒店装修项目，上述项目概算总投资额为 18.38 亿元，截至 2019 年 9 月末累计已投资 11.61 亿元。大学科技园项目业态为办公用房、商业用房、酒店、休闲文化中心及地下车库等，概算总投资额为 18.08 亿元，总建筑面积 29.62 万平方米，分两

⁹ 软件园 1#4#办公楼 2018 年租金收入减少，主要系经开区管委会除对部分园区管理办和展示馆用房进行包租外，对其他租户不再进行补贴。

¹⁰ 中信广场 2018 年出租率提高，但租金收入未显著增加，主要系受新入驻租户存在免租期影响所致。

¹¹ 盐城经开区财政局对中韩盐城产业园东方之洲重新出具概算，将该项目概算总投资额调减为 14.56 亿元。

期建设，目前一期已全部封顶，二期桩基工程施工基本完成，未来收益主要来自于休闲文化中心、科研办公楼以及底层商铺等的租售收入。总体看，公司商业物业项目后续投入规模较大，未来面临较大的资本支出压力。

图表 11. 截至 2019 年 9 月末公司在建及拟建商业物业项目（单位：亿元）

项目名称	概算总投资额	累计已投资额
大学科技园	18.08	11.50
亚朵酒店装修项目	0.30	0.11
合计	18.38	11.61

资料来源：盐城东方

（4）贸易业务

该公司贸易业务主要由盐城市同创物资贸易有限公司（以下简称“同创物资”）负责运营。公司贸易业务主要利用经开区内国家级综合保税区的优势，目前从事有色金属电解铜、红土镍矿的国内贸易，化工原料、矿产品等产品的贸易正在逐步推进中。公司贸易业务上下游客户均处于江苏、浙江和上海等华东地区，业务模式主要是以销定购，交易方式以现货交易为主。2018 年，前五大采购商采购金额占总采购金额的比重为 65.71%，当年贸易产品主要销售给响水康阳贸易有限公司、宁波金田投资控股有限公司、上海金田铜业有限公司、上海嵘嵩贸易有限公司和上海鼎济贸易有限公司，对上述 5 家公司的产品销售金额合计占比为 98.75%，客户集中度高。2016-2018 年及 2019 年前三季度，公司分别实现贸易收入 3.40 亿元、4.65 亿元、6.92 亿元和 5.00 亿元，占营业收入的比重分别为 25.49%、31.42%、39.71%和 35.96%；业务毛利率分别为 0.02%、0.99%、0.99%和 0.98%，业务毛利率很低。

图表 12. 2018 年公司贸易业务前五大采购客户明细

采购客户名称	采购金额（亿元）	占采购总额的比重（%）
上海鸿慧国际贸易有限公司	1.35	19.72
宁波智宸贸易有限公司	1.24	18.11
贵州省能矿进出口有限公司	0.84	12.31
江苏德龙镍业有限公司	0.61	8.98
上海正宁国际贸易有限公司	0.45	6.60
合计	4.50	65.71

资料来源：盐城东方

图表 13. 2018 年公司贸易业务前五大销售客户明细

销售客户名称	销售金额（亿元）	占销售总额的比重（%）
响水康阳贸易有限公司	4.78	69.17
宁波金田投资控股有限公司	0.86	12.42
上海金田铜业有限公司	0.84	12.16
上海嵘嵩贸易有限公司	0.17	2.50
上海鼎济贸易有限公司	0.17	2.50
合计	6.83	98.75

资料来源：盐城东方

(5) 融资租赁业务

2017 年，该公司新增融资租赁业务，该项业务主要通过江苏东方融资租赁有限公司（以下简称“东方租赁”）开展。东方租赁成立于 2016 年 10 月，注册资本 2.20 亿美元，由子公司燕舞集团有限公司（以下简称“燕舞集团”）和香港子公司东方投资控股有限公司（以下简称“东方控股”）分别出资 0.05 亿美元和 2.15 亿美元设立，于 2017 年开始实际运营。东方租赁主要以售后回租模式开展业务其营业收入主要包括融资租赁业务净利息收入和融资租赁手续费收入等，此外 2019 年以来新增汽车租赁直租业务¹²。截至 2019 年 9 月末，东方租赁累计开展融资租赁售后回租业务 9 笔，租赁资产余额为 12.56 亿元，业务范围主要集中在盐城市等，客户主要为国有企业等，其中大部分客户从事基础设施建设行业。2017-2018 年和 2019 年前三季度，公司分别实现融资租赁业务收入 0.20 亿元、0.97 亿元和 0.78 亿元；业务毛利率分别为 100.00%、64.55% 和 53.58%。

图表 14. 截至 2019 年 9 月末公司售后回租业务情况（单位：亿元）

客户名称	租赁资产余额	项目期限
滨海交通控股集团有限公司	5.66	2018.03.28-2023.03.27
盐城市大丰区城建国有资产经营有限公司	1.27	2017.07.25-2022.07.25
盐城市大丰区城建国有资产经营有限公司	1.02	2018.01.23-2021.01.23
潍坊水务投资有限责任公司	1.26	2017.07.19-2022.07.19
盐城市现代物流园开发有限公司	0.49	2018.02.10-2021.02.10
悦达融资租赁有限公司	0.93	2017.08.01-2022.02.01
成都市新都区兴城建设投资有限公司	1.22	2018.06.29-2021.06.29
江苏世纪新城投资控股集团有限公司	0.10	2018.10.25-2019.10.25
建湖县开发区建设投资有限公司	0.60	2019.01.21-2022.01.21
合计	12.56	--

资料来源：盐城东方

(6) 其他业务

该公司其他业务收入主要包括担保业务、资金占用费、汽车销售及服务收入等。2016-2018 年及 2019 年前三季度，公司分别实现其他业务收入 0.56 亿元、0.87 亿元、0.67 亿元和 1.62 亿元；其他业务毛利分别为 0.52 亿元、0.47 亿元、0.36 亿元和 1.08 亿元。

该公司担保业务由子公司盐城市东方担保有限公司（以下简称“东方担保”）负责运营。东方担保主要为经开区内企业提供贷款、票据承兑、贸易及项目融资等担保服务及与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务。2018 年，公司合计为 13 家企业提供担保，当期累计担保金额 1.60 亿元，较 2017 年减少 0.04 亿元；当年取得担保收入 145.75 万元，当年末计提担保赔偿准备金 105.85 万元。2018 年公司发生代偿 0.77 亿元，对于已经发生代偿的担保事项，东方担保主要通过诉讼途径进行追偿，2018 年追偿 0.28 亿元。2019

¹² 2019 年 9 月末，该公司投放汽车租赁直租业务余额合计 0.06 亿元。

年前三季度，公司合计为 26 家企业提供担保，截至 2019 年 9 月末担保余额 2.35 亿元；当期取得担保收入 293.77 万元，当期末计提担保赔偿准备金 201.52 万元；同期，公司担保业务发生 2 笔违约，发生代偿支出 27.76 万元，2019 年前三季度公司收回代偿资金 203.24 万元。截至 2019 年 9 月末，公司担保业务累计代偿为 3.01 亿元，实现追偿 0.62 亿元。2019 年以来公司担保业务规模成扩张趋势，存在较大的代偿及资金回收风险。

该公司资金占用费收入主要来源于经开区管委会及其他公司对公司资金占用的补偿，公司以年末贷款余额加权平均利率作为当年资金占用费的计算利率。2016-2018 年及 2019 年前三季度，公司分别实现资金占用费收入 0.43 亿元、0.41 亿元、0.23 亿元和 0.76 亿元。

该公司汽车销售及服务业务主要由子公司盐城东方搜好车汽车服务有限公司（以下简称“东方搜好车”）负责运营。东方搜好车依托互联网平台，综合线上及线下两种交易模式，主营新车批发零售及二手汽车回收与零售。此外，东方搜好车还向用户提供汽车金融、汽车保险、检测鉴定、租赁置换、维修改装和汽车零部件等配套的汽车后市场服务。2016-2018 年及 2019 年前三季度，东方搜好车分别实现收入 0.06 亿元、0.43 亿元、0.29 亿元和 0.33 亿元。

2017 年 12 月，该公司新设立全资子公司江苏东方水务有限公司（以下简称“东方水务”）负责开发区污水处理。截至 2019 年 9 月末，东方水务负责建设的经开区污水处理厂 6 万吨/天扩能工程已完工转固，项目主要将经开区现有污水处理厂处理能力由 2 万吨/天的基础上扩能至 8 万吨/天，项目概算总投资为 2.78 亿元，后续主要依靠收取污水处理费及财政补贴实现资金回笼。截至同期末，公司无新增在建项目。

管理

盐城市政府为该公司唯一股东及实际控制人，产权结构清晰。目前公司已建立了较为健全的法人治理结构，根据业务需要设置了相应的职能部门，并制定了内部控制制度，能够为日常经营管理及各项业务的顺利开展提供良好保障。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

该公司原系经开区管委会出资设立的国有独资企业，2019 年 8 月，根据盐城市人民政府办公室印发的《盐城市人民政府常务会议纪要》（第 9 号），为加快建设中韩（盐城）产业园区产城融合核心区，提升公司发展质量和效益，盐城市政府同意将公司股东由经开区管委会变更为盐城市政府。公司产权状况

详见附录一。

(2) 公司治理

该公司按照《公司法》等有关法律法规的要求规范运作，建立健全法人治理机制。公司不设股东会，由股东实行股东会职权。公司董事会成员 7 人，其中董事长 1 人、非职工董事 6 人，均由股东委派。董事长为法定代表人。董事任期三年。公司监事会成员 5 人，其中职工代表 2 人，职工代表监事由职工代表大会选举产生，其余监事由股东委派。监事任期三年。监事会主席由股东从监事会成员中指定。公司设总经理 1 名，由董事会聘任，总经理对董事会负责。

(3) 主要关联方及关联交易

该公司关联交易主要涉及资金拆借和关联担保等。截至 2018 年末，公司应收关联方往来款项余额为 2.80 亿元；应付关联方往来款项为 0.12 亿元；公司为子公司提供担保余额为 13.65 亿元，其中对东方置业、同创物资、东方市政、盐城东方新城建设投资公司（以下简称“东方新城”）、盐城永泰投资发展有限公司（以下简称“永泰投资”）和东方搜好车担保余额分别为 8.60 亿元、1.00 亿元、2.39 亿元、1.23 亿元、0.10 亿元和 0.07 亿元；此外，东方置业为公司担保余额为 2.00 亿元。

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

该公司根据自身经营管理及业务发展需要，设置了综合管理部（法务部）、人力资源管理部（党群工作部）、财务部、融资部、投资发展部、资产管理部、审计部、招投标部、工程管理部 9 个职能部门，各部门之间权责明确，部门设置和职责分工基本满足了公司日常经营管理的需要。公司组织架构详见附录二。

(2) 管理制度及水平

该公司分别从子公司管控、财务管理、筹资管理、对外投资、对外担保、安全生产等方面建立了较为完善合理的内部控制制度，能够对公司各项业务活动的顺利开展等提供保障。

对子公司管控方面，该公司建立了对控股子公司的控制架构，确定控股子公司章程的主要条款，明确向控股子公司委派董事、监事及重要管理人员的任选方式和职责权限等。同时根据公司发展规划，协调控股子公司的经营策略和风险管理策略，并制定了子公司重大事项报告制度。

财务管理方面，该公司分别制定了《财务收支制度》、《会计核算制度》、《财务报告制度》、《工程付款制度》、《应收应付管理制度》等一系列制度，并不断完善财务管理体系，通过规范、细致的财务管理制度，约束公司财务

行为，增强财务控制力。

筹资管理方面，该公司建立了筹资业务的岗位责任制和授权批准制，明确有关部门和岗位的职责、权限，明确授权批准方式、程序和相关控制措施，规定审批人的权限、责任以及经办人的职责范围和工作要求。公司对筹资业务的决策环节、执行环节以及偿付环节分别建立控制制度。同时对重大筹资方案进行风险评估，实行集体决策审批或者会签制度。

对外投资方面，该公司制定了《对外投资管理办法》，明确对外投资项目的运作和管理程序、转让和收回、监督与检查等事项。公司资产管理部负责对外投资项目的可行性、投资风险、投资回报等事项的研究和评估，负责对外投资项目的制度建设和归口管理工作；审计部负责对外投资项目执行进展情况的监督。

对外担保方面，该公司制定了《对外担保管理办法》，公司严格控制为他人提供担保，必须提供担保的事项需按照决策权限由董事会审议批准。对于重大担保事项，需经股东审批。公司股东可以在不违反现有法律法规的前提下决定公司的一切担保事项，且公司禁止对个人提供任何形式的担保。

安全生产方面，该公司制定了《安全管理制度》，包含生产安全、消防安全、资产安全、健康安全等，并制定了安全应急预案，建立了安全教育机制，对指导公司安全管理、提高安全生产效益起到重要的作用。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司本部 2020 年 2 月 19 日的《企业信用报告》，公司本部近五年来无信贷违约记录，历史偿债情况良好。截至 2019 年末，公司待偿的境内、外债券及债权融资计划还本付息情况均正常。

根据国家工商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局、全国法院被执行人信息查询平台、证券期货市场失信记录查询平台等信用信息公开平台信息查询结果，截至 2020 年 2 月末，该公司未存在重大异常情况。

3. 发展战略

根据该公司“十三五”发展规划，未来公司将实施市场化战略，培育科技地产开发、金融、产业投资、市政配套服务、现代服务业务、现代农业等核心板块。在科技地产开发板块，公司将依托现有园区建设中积累的地产开发管理经验，逐步打造集科技地产开发和工业地产开发为一体的地产开发业务集群；并推进东方置业等子公司的房地产及配套开发资质升级等工作。在金融业务板块，公司计划结合自身实际，争取金融牌照，积极拓展基金、创业投资、风险投资、融资租赁等业务。在产业投资板块，公司拟抓住中韩自贸区成立机遇，加大与韩资企业的股权合作（地价优惠入股），以及对商业银行、证券公司等投资参股；拟整合自身资源，择机设立产业投资控股公司，并依托园区资源优势等大力发展汽车后服务产业投资、高新科技产业投资及现代物流产业等产

业。在市政配套服务板块，公司拟整合东方市政、盐城东方园林工程有限公司等子公司，不断发展完善市政配套服务。现代服务业板块，公司计划不断提升物业服务水平，大力发展现代物流和商务服务，积极发展总部经济、楼宇经济，增强服务功能。在现代农业板块，公司计划充分利用步凤镇农业腹地优势，积极参与镇村改造工作，寻找产业提升机会，拟整合东方新城，新设东方农业公司等。

财务

目前，该公司营业毛利主要来源于租赁及物业管理、融资租赁、房屋销售业务，且租赁及物业管理业务对毛利的贡献度进一步提升，但贸易业务拉低了公司整体盈利空间，加之期间费用对利润侵蚀较重，公司资产获利能力弱。公司刚性债务规模持续增加，即期债务偿付需求高，但主要得益于股东增资，公司资本实力增强，负债经营程度有所下降。公司资产仍以土地、房屋和政府及下属单位往来款项为主，加之受限资产比例偏高，实际资产流动性一般；公司非筹资性现金流成大额净流出状态，资金周转对外部融资的依赖程度较高。

1. 公司财务质量

2016 年，该公司新纳入合并范围内的一级子公司 4 家，分别为盐城东方新天地置业有限公司、燕舞集团、东方搜好车及永泰投资；2017 年，公司新纳入合并范围内一级子公司 10 家，分别为盐城永泰财会服务有限公司、燕舞东方实业发展有限公司、曦浦置业、雁炜置业、燕楷置业、盐城东方中信物业管理有限公司、嘉兴君邦投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“君邦投资”）、盐城东进教育咨询有限公司、盐城盐渎东方房地产开发有限公司和盐城弘辉建设开发有限公司。2018 年，公司新纳入合并范围内一级子公司 3 家，分别为包括东方水务、盐城市东方转贷服务有限公司、盐城经济技术开发区人力资源有限公司，当年不再纳入合并范围的一级子公司为君邦投资¹³。2019 年前三季度，公司合并范围内新增 1 家一级子公司，系君邦投资¹⁴。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

A. 债务结构

2016-2018 年末和 2019 年 9 月末，该公司负债总额分别为 197.01 亿元、225.14 亿元、235.51 亿元和 276.77 亿元，公司融资规模持续扩大。同期末，

¹³ 2018 年末，该公司不再将君邦投资纳入合并范围，系公司转让了其 87.56% 股权，不再实际控制所致。

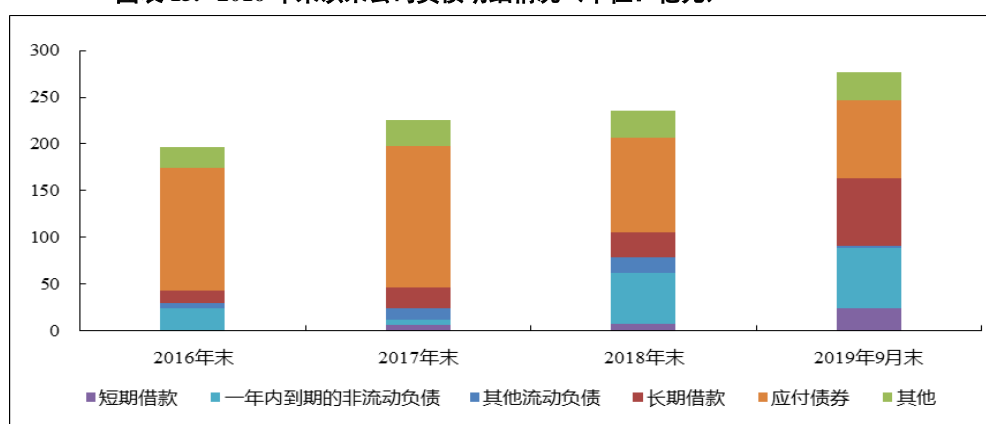
¹⁴ 2019 年，该公司将君邦投资纳入合并范围，系公司受让农银金穗（苏州工业园区）投资管理有限公司 93.35% 股权所致，受让后公司持有君邦投资 99.84% 股权。

公司资产负债率分别为 57.49%、58.92%、57.06% 和 55.35%，得益于股东增资而有所下降；长短期债务比分别为 275.01%、344.51%、132.26% 和 145.10%，期限结构趋于长期。

2018 年末，该公司流动负债余额为 101.40 亿元，较 2017 年末增长 100.20%，主要以短期刚性债务、应付账款、应交税费和其他应付款构成。当年末，短期刚性债务余额为 84.62 亿元，较 2017 年末增长 167.57%，主要系部分一年内到期的非流动负债增加所致；当年末，其他流动负债余额为 16.25 亿元，较 2017 年末增长 37.60%，主要为当年发行的超短期融资券；当年末，应付账款余额为 4.49 亿元，较 2017 年末下降 18.84%，主要系偿付工程项目建设款所致；其他应付款余额为 6.31 亿元，主要为应付的工程质量和保证金和往来款项等，当年末其他应付款余额较 2017 年末增长 6.97%；应交税费余额为 5.52 亿元，较 2017 年末下降 17.17%。2019 年 9 月末，公司流动负债余额较 2018 年末增长 11.36% 至 112.92 亿元，主要系短期借款规模较 2018 年末增长 222.88% 至 24.16 亿元，以及一年内到期长期债务转入所致。此外，同期末主要科目中其他流动负债下降至 3.00 亿元，主要系超短期融资券到期偿付所致，其余主要科目构成无重大变化。

2018 年末，该公司非流动负债余额为 134.11 亿元，较 2017 年末下降 23.14%，主要系公司发行的美元债券及 14 盐城东方 MTN001 等将于一年内到期转入流动负债相应科目所致。当年末，公司应付债券余额较 2017 年末下降 33.35% 至 101.30 亿元；长期借款余额较 2017 年末增长 20.28% 至 26.36 亿元；此外，长期应付款余额为 5.45 亿元，较 2017 年末增加 5.43 亿元，主要系公司应付的融资租赁借款¹⁵。2019 年 9 月末，公司非流动负债余额 163.85 亿元，较 2018 年末增长 22.17%，主要系长期借款增加 45.50 亿元至 71.87 亿元所致。此外，同期末公司应付债券较 2018 年末下降 17.67% 至 83.40 亿元。

图表 15. 2016 年末以来公司负债明细情况（单位：亿元）



注：根据盐城东方提供的资料整理、绘制

¹⁵ 该笔融资租赁借款的主体为东方租赁，借款期限为 2018.6-2023.3，借款利率为 8.467%，由滨海交通控股集团有限公司提供资产抵押担保，并由滨海县城建设发展有限公司提供担保。

B. 刚性债务

2016-2018 年末和 2019 年 9 月末,该公司刚性债务余额分别为 177.07 亿元、205.54 亿元、217.66 亿元和 253.85 亿元,以中长期刚性债务为主,同期末中长期刚性债务占比分别为 81.45%、84.61%、61.12%和 62.39%。同期末,公司股东权益与刚性债务比率分别为 82.26%、76.38%、81.42%和 87.96%,得益于股东增资,公司净资产对刚性债务的保障程度有所提高。总体看,公司已积累较大规模的刚性债务,面临较大的债务偿付压力。

该公司融资渠道主要为银行借款、发行债券和信托及融资租赁等非银行金融机构借款。2019 年 9 月末,公司银行借款余额为 72.59 亿元。从借款方式看,公司借款方式以抵押、保证等为主;从借款主体看,公司借款以集团本部和东方置业为主,占比分别约为 46%和 14%;从期限结构看,在不考虑分次还本的情况下,公司需在 1 年内、1-2 年(不含 1 年)内和 2-3 年(不含 2 年)内偿还的借款金额分别为 31.73 亿元、8.18 亿元和 5.48 亿元;从融资成本看,公司银行借款利率水平在 3.92%至 7.50%之间,6.00%(含)以下的银行借款金额合计为 56.76 亿元,占比为 78.21%。同期末,公司信托借款余额 42.56 亿元,借款利率在 6.00%~10.20%之间,其中 8.00%(含)以下的信托借款金额合计 27.55 亿元,占比约为 65%;一年内到期的信托借款 11.52 亿元。

截至 2020 年 2 月末,该公司存续期内待偿付的境内债券本金余额 119.85 亿元,已发行债券本息偿付情况正常,公司发行多支债券票面利率于 2019 年上调,加重了公司付息压力。同期末,在不考虑提前回售和分次还本情况下,2020-2022 年间到期债券本金分别为 26.50 亿元、35.35 亿元和 58.00 亿元,2022 年集中偿付压力较大。公司分别于 2017 年 9 月 8 日、2018 年 1 月 5 日和 2018 年 1 月 8 日发行了 2.00 亿元、3.00 亿元和 2.60 亿元债权融资计划,期限分别为 3 年、3 年和 2+N 年,年利率分别为 6.38%、7.00%和 6.50%。此外,公司分别于 2016 年 11 月、2019 年 10 月通过下属境外子公司(SPV)东方资本有限公司发行了境外美元债券,其中 2016 年发行 3 亿美元债券,票面利率 5.15%,现已按期偿付本息;2019 年发行 4 亿美元债券,票面利率 7.00%,债券期限 3 年。

图表 16. 公司存续债券情况(单位:亿元, %)

债券名称	发行金额	存续期限(年)	到期日期	票面利率(当期)	待偿本金
14 盐城东方债	12.00	7	2021-09-15	6.48	4.80
15 盐城东方 PPN001	10.00	5	2020-07-31	6.45	10.00
15 东方 02	10.00	5 (3+2)	2020-11-05	7.80	1.50
16 东方 01	10.00	5 (3+2)	2021-03-22	7.50	5.20
16 盐城 01	20.00	5 (3+2)	2021-06-15	7.50	17.50
16 东方 02	20.00	5 (3+2)	2021-09-02	7.50	5.80
16 东方 03	5.00	5 (3+2)	2021-11-07	4.32	2.05
17 盐城 01	20.00	5 (3+2)	2022-04-10	5.77	20.00
17 盐城东方 MTN001	5.00	3+N	2020-08-31	6.50	5.00
17 盐城东方 PPN001	5.00	3	2020-09-20	6.70	5.00

债券名称	发行金额	存续期限(年)	到期日期	票面利率 (当期)	待偿本金
19 盐城东方 MTN001	5.00	3+N	2022-01-25	7.00	5.00
19 盐城东方 MTN002	10.00	3+N	2022-04-24	7.80	10.00
19 盐城东方 MTN003	5.00	3	2022-04-24	7.40	5.00
19 盐投 01	10.00	3 (2+1)	2022-04-29	7.50	10.00
19 盐城东方 MTN004	5.00	3	2022-06-28	7.35	5.00
19 盐城东方 PPN001	3.00	3	2022-08-29	7.30	3.00
20 盐城东方 SCP001	5.0	0.4	2020-10-17	4.20	5.00
合计	160.00	—	—	—	119.85

资料来源: Wind (截至 2020 年 2 月末)

C. 或有负债

除经营性担保外,截至 2019 年 9 月末该公司对外担保余额为 44.92 亿元,担保比率为 20.12%。担保对象包括江苏世纪新城投资控股集团有限公司(以下简称“世纪新城”)、盐城河东新城物资贸易有限公司(以下简称“河东物贸”)¹⁶、盐城东方港务发展有限公司¹⁷、盐城国泰投资有限公司(以下简称“国泰投资”)¹⁸、盐城市国有资产投资集团有限公司¹⁹(以下简称“盐城国投”)和盐城津信东方置业有限公司²⁰(以下简称“津信东方置业”)等。总体看,公司对外担保规模较大,不利于财务风险的控制。

图表 17. 截至 2019 年 9 月末公司对外担保情况(单位:万元)

被担保单位名称	担保余额	起止日期
江苏世纪新城投资控股集团有限公司	21000.00	2016.06.28-2022.06.27
	20000.00	2019.01.09-2021.07.20
	20000.00	2019.6.27-2020.6.26
	20000.00	2019.9.16-2020.9.15
	10000.00	2019.03.12-2020.09.12
	10000.00	2019.07.03-2021.07.02
	6000.00	2018.10.16-2019.10.15
	6000.00	2019.5.23-2020.5.20
	6000.00	2019.6.6-2020.6.8
	5000.00	2019.6.28-2020.6.27
	5000.00	2019.7.4-2020.7.3
	5000.00	2019.5.30-2020.01.10
	5000.00	2018.12.12-2019.11.27
	5000.00	2018.12.25-2020.01.20
	5000.00	2019.04.09-2020.02.21
	5000.00	2019.04.12-2020.02.21
	5000.00	2019.04.19-2020.02.08
	4900.00	2018.10.31-2019.10.31

¹⁶ 河东物贸系世纪新城全资子公司。

¹⁷ 东方港务发展有限公司系世纪新城控股子公司,世纪新城持有其 56.52% 股权。

¹⁸ 国泰投资系盐城市人民政府全资持股公司。

¹⁹ 盐城国投注册资本 20.00 亿元,盐城市人民政府全资持股。

²⁰ 津信东方置业注册资本 1.00 亿元,天津渤海国有资产经营管理有限公司和该公司分别持有 80% 和 20% 股权。

被担保单位名称	担保余额	起止日期
	4680.00	2019.4.4-2021.4.2
	4000.00	2018.10.10-2019.10.10
	4000.00	2018.12.29-2019.12.28
	3100.00	2019.03.20-2019.11.27
	3000.00	2018.12.28-2019.12.27
	2900.00	2019.01.03-2020.01.03
	2600.00	2019.6.27-2020.1.10
	2500.00	2018.10.16-2019.10.16
	2000.00	2019.04.02-2020.01.10
	2000.00	2019.03.25-2020.02.21
	1900.00	2019.01.01-2019.11.27
	1000.00	2019.04.09-2020.01.10
盐城河东新城物资贸易有限公司	10000.00	2018.04.27-2021.03.30
	5000.00	2019.03.06-2020.03.05
	4000.00	2019.9.17-2020.9.15
盐城东方港务发展有限公司	50000.00	2016.10.17-2022.09.13
	5000.00	2019.01.28-2020.01.27
盐城国泰投资有限公司	30000.00	2018.10.30-2021.10.30
盐城市国有资产投资集团有限公司	40000.00	2019.9.26-2021.9.26
	30000.00	2019.9.29-2020.9.29
	28140.00	2019.08.23-2021.08.22
	20100.00	2019.6.28-2021.6.28
	15000.00	2019.9.19-2021.9.19
	1860.00	2019.08.29-2021.08.28
盐城津信东方置业有限公司	10000.00	2018.3.16-2022.3.16
江苏盐新汽车产业投资发展有限公司	2500.00	2019.9.29-2020.9.29
合计	449180.00	--

资料来源：盐城东方

(2) 现金流分析

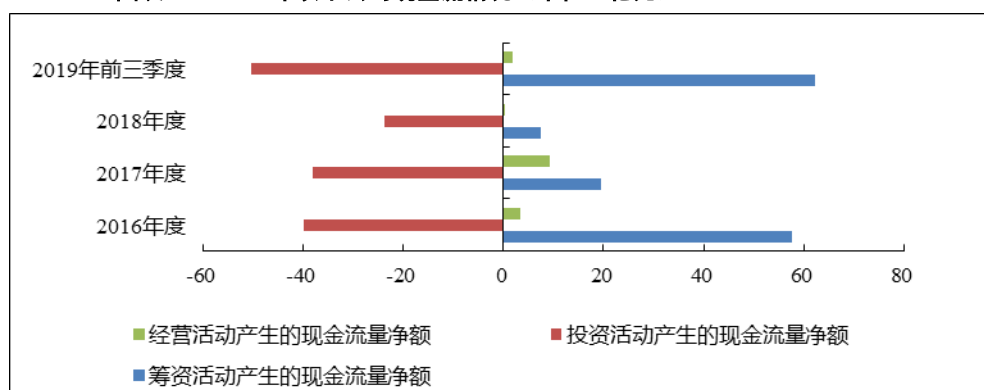
该公司租赁及物业管理、贸易业务现金流较为稳定，但基础设施建设项目回款情况受当地政府财力状况影响存在较大不确定性。2016-2018 年及 2019 年前三季度，公司营业收入现金率分别为 77.84%、95.86%、120.10% 和 98.50%，目前主业现金回笼情况整体较好。同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 3.36 亿元、9.29 亿元和 0.38 亿元和 1.76 亿元，2017 年净流入额规模较大，主要系当年公司收到较大规模的政府债务置换款项所致。

近年来，因购置物业以及对外股权投资等，该公司投资性现金流持续呈大额净流出状态。2016-2018 年和 2019 年前三季度，投资性现金净流出额分别为 39.78 亿元、37.94 亿元、23.70 亿元和 50.37 亿元。其中，2016 年主要因当年购入房产以及韩资工业园等自有物业投资增加，同时参股鹰潭市锦盐工业投资基金（有限合伙）（以下简称“鹰潭锦盐”）3.00 亿元，公司投资活动产生的现金净流出量较 2015 年增加 22.91 亿元；2017 年净流出规模较大主要系购置上海保利绿地广场、参股山南嘉实弘盛创业投资合伙企业（有限合伙）和上海临

港东方君和科创产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“东方君和产投”）等；2018 年规模较大主要系公司购买银行理财以及对东方君和产投、增加投资等所致；2019 年前三季度净流出规模较大，主要系公司收购上市公司江苏立霸实业股份有限公司²¹（以下简称“立霸股份”）14.08%股权，以及增加对盐城悦达智创新能源汽车有限公司、上海申创浦江股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“立霸股份”）和盐城元润新能源产业投资基金（有限合伙）等的投资所致。

2016-2018 年和 2019 年前三季度，公司筹资性现金流量净额分别为 57.66 亿元、19.51 亿元、7.46 亿元和 62.15 亿元。同期，公司吸收投资收到的现金分别为 15.02 亿元、10.00 亿元、17.60 亿元和 45.00 亿元，其中 2016 年主要系公司所发行的 5.00 亿元永续中票以及鹰潭锦盐对子公司东方置业投入的明股实债资金 10.02 亿元²²，2017 年主要系经开区管委会拨入的资金及公司发行的 5.00 亿元永续中票；2018 年主要为子公司东方置业收到悦达地产集团有限公司（以下简称“悦达地产”）的增资款²³、公司发行的 2.60 亿元永续债券融资计划；2019 年前三季度主要为股东货币增资 30.00 亿元以及公司发行的 15.00 亿元永续中期票据。

图表 18. 2016 年以来公司现金流情况（单位：亿元）



注：根据盐城东方提供的资料整理、绘制

该公司 EBITDA 主要来源于利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资

²¹ 立霸股份（603519），2015 年 3 月于上海证券交易所上市，经营范围包括覆膜金属板、高级膜、新型墙体及其原材料的制造，钢材加工等。截至 2018 年末，立霸股份经审计的合并口径资产总额 9.47 亿元，负债总额 2.34 亿元；2018 年，立霸股份实现营业收入 12.83 亿元，净利润 0.91 亿元。2019 年 6 月，该公司以 6.59 亿元收购立霸股份 14.08% 股权，成为立霸股份第二大股东。

²² 鹰潭锦盐由中信锦绣资本管理有限责任公司（普通合伙人）、中银资产管理有限公司（优先级有限合伙人）（以下简称“中银资管”）和盐城东方（劣后级有限合伙人）分别出资 1 万元、70000 万元和 30000 万元合伙设立，存续期限为 5 年。根据优先级合伙份额收购协议，劣后级合伙人盐城东方将在合伙企业投资届满或约定的触发条件成就时受让优先级合伙人中银资管所持合伙企业份额，同时由盐城世纪新城建设投资有限公司就盐城东方收购标的财产份额义务提供无条件不可撤销无限连带责任保证担保。盐城东方需在投资起始日（含）起每满 6 个月向中银资管支付的当期预付份额收购价款，即中银资管对合伙企业实缴出资额*核算日对应核算期的天数/365*4.75%。

²³ 2018 年，该公司子公司东方置业收到悦达地产 15.00 亿元的增资款，其中 7.40 亿元计入实收资本，剩余部分计入资本公积。截至 2019 年 9 月末，东方置业注册资本 37.40 亿元，分别由公司、盐城市东方物业管理有限公司、鹰潭市锦盐工业投资基金（有限合伙）和江苏悦达集团有限公司（以下简称“悦达集团”）分别持股 52.67%、0.80%、26.74% 和 19.79%。

产折旧，2016-2018 年分别为 5.37 亿元、8.49 亿元和 8.69 亿元。随着刚性债务规模持续扩张，EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度较低。公司经营活动产生的现金流净流入规模相对较小且稳定性欠佳，同时公司非筹资性现金流成大额净流出状态，现阶段对公司债务偿付的保障能力弱。

图表 19. 2016-2018 年公司 EBITDA 和经营性现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.52	0.77	0.66
EBITDA/刚性债务(倍)	0.03	0.04	0.04
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	5.98	18.00	0.50
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	2.16	4.85	0.18
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-64.95	-55.53	-30.67
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-23.44	-14.98	-11.02

资料来源：盐城东方

(3) 资产质量分析

2016-2018 年末和 2019 年 9 月末，该公司所有者权益分别为 145.65 亿元、156.99 亿元、177.21 亿元和 223.28 亿元。其中，2017 年末公司所有者权益较 2016 年末增长 7.78%，主要是由于股东注入资本金及无偿划拨国有股权和发行永续债所致；2018 年末公司所有者权益较 2017 年末增长 12.88%，主要系公司及子公司永泰投资划入国有股权²⁴、子公司东方置业收到 15.00 亿元资本金注入，同时公司发行了 2.60 亿元永续债权融资计划所致；2019 年 9 月末较 2018 年末增长 25.99%，主要系公司发行了 15.00 亿元永续债券，以及同年 6 月经经开区管委会向公司货币增资 30.00 亿元所致。2018 年末和 2019 年 9 月末，公司实收资本和资本公积合计占所有者权益的比重分别为 63.61%和 63.92%，资本稳定性尚可。

2016-2018 年末，该公司资产总额分别为 342.66 亿元、382.13 亿元和 412.73 亿元。2018 年末，公司流动资产余额为 251.51 亿元，占资产总额的比重较 2017 年末下降 5.96 个百分点至 60.94%。公司流动资产主要由其他应收款、存货、应收账款、货币资产和其他流动资产构成。当年末，其他应收款余额为 111.32 亿元，较 2017 年末增长 7.59%，主要系经开区财政局与公司本部的资金拆借以及与成大实业的往来款，当年末应收经开区财政局往来款项为 66.56 亿元，占比为 59.42%，应收成大实业款项为 30.29 亿元，占比为 27.04%；存货余额为 54.23 亿元，较 2017 年末下降 8.44%，主要系悦欣花园开始销售并交付所致；应收账款余额为 50.52 亿元，较 2017 年末增长 11.19%，其中应收经开区财政局款项 49.91 亿元，占比为 98.76%，该部分款项回款进度受地方财力状况等因素影响存在一定不确定性；货币资金余额为 25.11 亿元，其中受限货币资金金

²⁴ 根据盐城经开区管委会《关于将江苏大丰港疏港高速公路有限公司 6.9%的国有股权划给盐城东方投资开发集团有限公司的通知》（盐开管[2016]26 号），经开区管委会将成大实业持有的江苏大丰港疏港高速公路有限公司 6.9%的国有股权无偿划给该公司持有；根据经开区管委会《关于将盐城市中小企业贷款担保有限公司 4%国有股权无偿划给盐城永泰投资发展有限公司的批复》（盐开管复[2018]6 号），经开区管委会将持有的盐城市中小企业贷款担保有限公司 4%股权无偿划给永泰投资持有。

额为 16.45 亿元，短期刚性债务现金覆盖率为 29.70%，公司面临较大即期债务偿付压力；其他流动资产余额为 3.91 亿元，较 2017 年末下降 70.51%，主要系理财产品到期赎回所致；此外，一年内到期非流动资产余额为 5.85 亿元。较 2017 年末增长 127.28%，主要系应收的一年内到期的融资租赁款项。

目前，该公司非流动资产主要由投资性房地产、可供出售金融资产、在建工程、长期股权投资和长期应收款构成。2018 年末，公司非流动资产余额为 161.21 亿元，较 2017 年末增长 27.47%。当年末，投资性房地产余额为 80.64 亿元，较 2017 年末下降 1.49%，主要系折旧所致；可供出售金融资产余额为 32.10 亿元，较 2017 年末增加 21.81 亿元，主要是新增东方君和产投、悦达资本股份有限公司等投资所致；在建工程余额为 20.59 亿元，较 2017 年末增长 66.00%，主要系对大学科技园、综合保税区等项目增加投资所致；长期股权投资余额为 16.51 亿元，较 2017 年末增长 8.67%，主要系新增对盐城浦上燕舞智能装备有限公司、盐城市妇幼保健医院管理有限公司等公司的投资所致；长期应收款余额 10.73 亿元，较 2017 年末增长 88.58%，全部为应收的融资租赁款。

2019 年 9 月末，该公司资产总额 500.05 亿元，较 2018 年末增长 21.16%。其中，流动资产余额 293.82 亿元，较 2018 年末增长 16.82%。当期末，公司货币资金余额 61.79 亿元，较 2018 年末增长 146.05%，其中受限货币资金 28.71 亿元。2019 年 9 月末，公司非流动资产合计 206.23 亿元，较 2018 年末增长 27.92%。其中可供出售金融资产较 2018 年末增长 82.32%至 58.52 亿元，主要系公司增加对产业投资基金的出资和购买资产管理计划等所致；长期股权投资余额 33.05 亿元，较 2018 年末增长 100.21%，主要系公司以 6.59 亿元收购的立霸股份股权，以及对盐城悦达智创新能源汽车有限公司²⁵（以下简称“悦达新能源汽车”）的投资所致。此外，其他科目构成无重大变化。

（4）流动性/短期因素

截至 2019 年 9 月末，该公司受限资产账面价值合计 117.47 亿元。其中，账面价值 28.71 亿元的货币资金系保证金及用于存单质押借款，占当期末全部货币资金的比重为 46.47%；账面价值 34.67 亿元的存货用于借款抵押，占当期末存货余额的比重为 58.65%；账面价值 50.07 亿元的投资性房地产用于借款抵押，占当期末该科目余额的比重为 57.38%；账面价值 3.85 亿元的在建工程用于借款抵押，占当期末该科目余额的比重为 16.19%。

²⁵ 悦达新能源汽车成立于 2019 年 9 月，注册资本 17.67 亿元，主要从事新能源汽车配件生产、销售，汽车整车销售。悦达集团、该公司和盐城市创新创业投资有限公司分别持有 85.85%、11.32%和 2.73%股权。

图表 20. 截至 2019 年 9 月末公司受限资产情况

名称	受限金额（亿元）	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
投资性房地产	50.07	57.38	借款抵押
存货	34.67	58.65	借款抵押
货币资金	28.71	46.47	质押及保证金
在建工程	3.85	16.19	借款抵押
无形资产	0.17	25.39	借款抵押
合 计	117.47	--	--

资料来源：盐城东方

2016-2018 年末和 2019 年 9 月末，该公司流动比率分别为 486.37%、504.76%、248.04% 和 260.19%，速动比率分别为 363.52 %、387.25%、194.01% 和 209.37%，处于较高水平。但考虑到公司与经开区财政局之间应收账款以及往来款项较大，该部分款项未来回收情况存在一定不确定性，且公司较大规模的可变现资产用于借款质押，实际资产流动性一般。同期末，公司现金比率分别为 70.79%、62.03%、24.79% 和 54.72%，短期刚性债务现金覆盖率分别为 113.21%、99.34%、29.70% 和 64.71%；同时，公司较大规模的货币资金用于质押及保证金，2019 年 9 月末剔除受限货币资金后，公司现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别下降至 29.29% 和 34.64%，即期债务偿付压力较大。

图表 21. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
流动比率（%）	486.37	504.76	248.04	260.19
现金比率（%）	70.79	62.03	24.79	54.72
短期刚性债务现金覆盖率（%）	113.21	99.34	29.70	64.71

资料来源：盐城东方

3. 公司盈利能力

目前，该公司营业收入主要来源于基础设施建设、房屋销售、租赁及物业管理、贸易和融资租赁等 5 类业务。2016-2018 年，公司营业收入分别为 13.32 亿元、14.78 亿元和 17.42 亿元，呈现逐年增长态势；同期，营业毛利分别为 4.35 亿元、3.30 亿元和 3.93 亿元，2017 年综合毛利下降主要受房屋销售毛利下降、租赁及物业管理和基础设施建设开发业务毛利率下降影响所致，2018 年增长主要得益于租赁及物业管理业务、融资租赁业务毛利增加；同期，公司综合毛利率分别为 32.63%、22.36% 和 22.54%。2019 年前三季度，公司营业收入为 13.90 亿元，较上年同期增长 34.25%，主要系贸易、租赁及物业管理业务等收入规模扩大所致；当期业务毛利为 3.11 亿元；综合毛利率为 22.40%，当期毛利率相对较低，主要系融资租赁业务采用通道模式开展，当期盈利能力大幅下降所致。

该公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。2016-2018 年，公司期间费用分别为 1.21 亿元、3.13 亿元和 4.45 亿元，2017 年同比增长 158.63%，主要系受项目占用资金比重降低，使得计入资本化的利息比重降低，致使财务

费用大幅增长 228.39%至 2.49 亿元所致，2018 年随着外部融资规模扩大等因素影响期间费用进一步增加。同期，期间费用率分别为 9.10%、21.20%和 25.52%，受财务费用大幅增加，2017 年公司期间费用率较 2016 年上升 12.10 个百分点，当年期间费用对公司的盈利侵蚀情况较为严重。2019 年前三季度，公司期间费用为 2.39 亿元，期间费用率为 17.17%。

2016-2018 年，该公司分别实现净利润 2.60 亿元、2.48 亿元和 2.63 亿元。同期，公司分别获得的政府补助为 1.81 亿元、3.12 亿元和 4.04 亿元；投资净收益分别为 0.23 亿元、0.40 亿元和 0.76 亿元，2018 年投资净收益主要来源于于东方君和产投分红 0.70 亿元等，政府补助和投资净收益对公司盈利提供较强支撑。2016-2018 年，公司净资产收益率分别为 1.91%、1.64%和 1.57%；总资产报酬率分别为 1.27%、1.68%和 1.55%，公司资产获利能力弱。2019 年前三季度，公司净利润为 1.36 亿元，较上年同期增长 52.57%，主要系当期营业毛利增长所致。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司主要负责盐城经开区内基础设施、安置房等项目建设，同时从事租赁及物业管理、贸易、融资租赁等自营性业务，业务构成较为多元化，2016-2018 年营业收入分别为 13.32 亿元、14.78 亿元和 17.42 亿元，收入规模稳步提升。公司刚性债务规模持续增加，即期债务偿付需求高，但主要得益于股东增资，公司资本实力增强，负债经营程度有所下降。公司资产仍以土地、房屋和政府及下属单位往来款项为主，加之受限资产比例偏高，实际资产流动性一般；公司非筹资性现金流成大额净流出状态，现阶段对公司债务偿付的保障能力弱。

2. 外部支持因素

该公司成立以来多次获得货币资金和股权增资，2017 年末公司获得股东注入资本金及无偿划拨国有股权，2018 年股东向公司及子公司永泰投资划入国有股权、子公司东方置业收到 15.00 亿元资本金注入，2019 年前三季度公司获得 30.00 亿元货币增资；2016-2018 年，公司分别获得政府补助 1.81 亿元、3.12 亿元和 4.04 亿元，可为公司业务经营提供一定支持。

此外，该公司长期与多家金融机构保持良好合作关系，资信状况良好，且公司已在多个市场发行债券，直接、间接融资能力强，融资渠道通畅，能够为公司发展提供有力的资金支持。截至 2019 年 9 月末，公司合并口径获得银行授信额度 176.83 亿元，其中尚未使用的授信额度为 51.28 亿元，为后续融资提供了一定弹性空间。

本次债券偿付保障分析

该公司在经开区内开发建设领域处于核心地位，主要负责经开区内基础设施、安置房等项目建设，同时从事租赁及物业管理、贸易、融资租赁等自营性业务，业务地位突出，能够持续在财政补贴、资产划入等方面得到股东的有力支持。公司负债结构显著趋于长期，业务经营逐步多元化；且长期与多家金融机构保持良好合作关系，融资渠道通畅，能够为公司债务偿付提供一定支撑。

评级结论

盐城市政府为该公司唯一股东和实际控制人，公司产权结构清晰。目前公司已建立了较为健全的法人治理结构，根据业务需要设置了相应的职能部门，并制定了内部控制制度，能够为日常经营管理及各项业务的顺利开展提供良好保障。

该公司主要负责经开区内基础设施、安置房等项目建设，同时从事租赁及物业管理、贸易、融资租赁等自营性业务。近年来公司不断进行业务结构趋于多元化，营业收入稳步提高，目前贸易、租赁及物业管理、房屋销售、基础设施建设开发及融资租赁业务系公司营业收入的主要来源。此外，公司自有物业和安置房项目仍有一定规模投资需求，且基建、安置房项目政府回款进度存在一定不确定性，后续面临一定的资本支出压力。

目前，该公司营业毛利主要来源于租赁及物业管理、融资租赁、房屋销售业务，且租赁及物业管理业务对毛利的贡献度进一步提升，但贸易业务拉低了公司整体盈利空间，加之期间费用对利润侵蚀较重，公司资产获利能力弱。公司刚性债务规模持续增加，即期债务偿付需求高，但主要得益于股东增资，公司资本实力增强，负债经营程度有所下降。公司资产仍以土地、房屋和政府及下属单位往来款项为主，加之受限资产比例偏高，实际资产流动性一般；公司非筹资性现金流成大额净流出状态，现阶段对公司债务偿付的保障能力弱。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不早于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

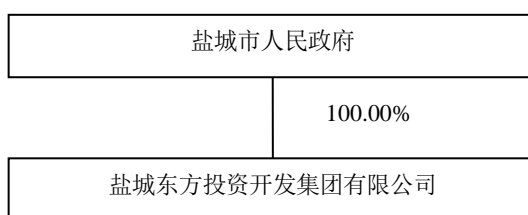
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

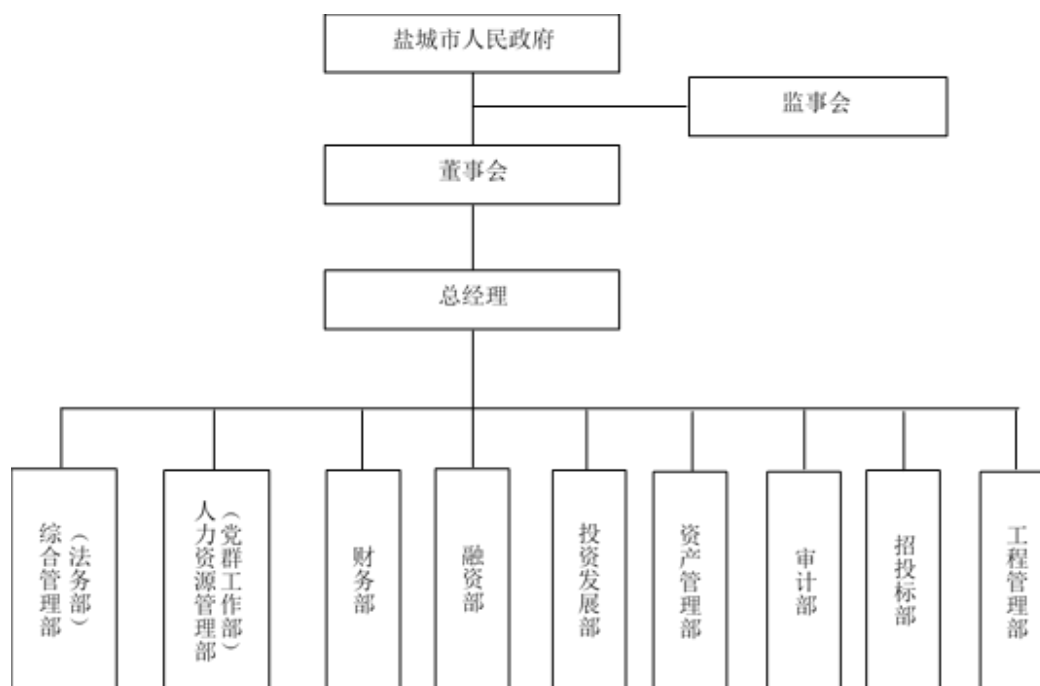
公司股权结构图



注：根据盐城东方提供的资料绘制（截至 2019 年 9 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据盐城东方提供的资料绘制（截至 2019 年 9 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018 年（末）主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
盐城东方投资开发集团有限公司	盐城东方	—	基础设施建设及市政公用事业项目投资、运营、管理等	175.81	149.70	1.66	4.37	10.14	公司本部
江苏沿海东方置业股份有限公司	东方置业	52.67	安置房建设、园区建设	10.55	49.35	5.42	0.12	4.96	—
江苏沿海东方市政股份有限公司	东方市政	95.00	市政基础设施建设	3.14	6.81	1.07	-0.16	-3.86	—
盐城市东方担保有限公司	东方担保	90.00	融资担保	--	3.90	0.05	-0.18	-0.04	—
盐城市东方物业管理有限公司	东方物业	100.00	物业管理	0.05	0.62	0.19	0.04	0.11	—
盐城市同创物资贸易有限公司	同创物资	99.50	大宗商品贸易	1.88	3.79	6.51	-0.02	0.50	—
江苏东方融资租赁有限公司	东方租赁	100.00	融资租赁	--	15.63	0.97	0.52	-12.17	—
燕舞集团有限公司	燕舞集团	100.00	实业投资	1.36	2.89	0.00	-0.004	-1.15	—

注：根据盐城东方提供资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 前三季度
资产总额 [亿元]	342.66	382.13	412.73	500.05
货币资金 [亿元]	37.18	31.11	25.11	61.79
刚性债务[亿元]	177.07	205.54	217.66	253.85
所有者权益 [亿元]	145.65	156.99	177.21	223.28
营业收入[亿元]	13.32	14.78	17.42	13.90
净利润 [亿元]	2.60	2.48	2.63	1.36
EBITDA[亿元]	5.37	8.49	8.69	—
经营性现金净流入量[亿元]	3.36	9.29	0.38	1.76
投资性现金净流入量[亿元]	-39.78	-37.94	-23.70	-50.37
资产负债率[%]	57.49	58.92	57.06	55.35
长短期债务比[%]	275.01	344.51	132.26	145.10
权益资本与刚性债务比率[%]	82.26	76.38	81.42	87.96
流动比率[%]	486.37	504.76	248.04	260.19
速动比率[%]	363.52	387.25	194.01	209.37
现金比率[%]	70.79	62.03	24.79	54.72
短期刚性债务现金覆盖率[%]	113.21	99.34	29.70	64.71
利息保障倍数[倍]	0.38	0.55	0.47	—
有形净值债务率[%]	135.44	143.59	133.20	124.33
担保比率[%]	8.07	14.65	16.03	20.12
毛利率[%]	32.63	22.36	22.54	22.40
营业利润率[%]	11.34	18.39	17.94	11.17
总资产报酬率[%]	1.27	1.68	1.55	—
净资产收益率[%]	1.91	1.64	1.57	—
净资产收益率*[%]	1.73	1.77	1.54	—
营业收入现金率[%]	77.84	95.86	120.10	98.50
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	5.98	18.00	0.50	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	2.16	4.85	0.18	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-64.95	-55.53	-30.67	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-23.44	-14.98	-11.02	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.52	0.77	0.66	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.04	0.04	—

注：表中数据依据盐城东方经审计的 2016-2018 年度及未经审计的 2019 年前三季度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投资级	AAA 级 发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级 发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级 发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级 发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级 发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级 发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级 发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级 发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级 发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投资级	AAA 级 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级 债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级 不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。